



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

## الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) صافي الربح اقل من التوقعات نتيجة المخصصات

ارتفعت إيرادات الربع الرابع بنسبة 4% تقريباً مقارنة بالربع نفسه من العام السابق (وذلك بما يتفق مع تقدير اتنا)، ويرجع سبب ذلك على نحو رئيسي إلى تحسن أسعار المنتجات، الأمر الذي عوض انخفاض حجم المبيعات الناتج عن عمليات الإغلاق المخططة لبعض مصانع الشركة ومع ذلك، انخفض الربح التشغيلي بنسبة 24% تقريباً بالمقارنة مع الربع نفسه من العام السابق، وهو ما يخالف تقدير اتنا بنسبة 10%، حيث سجلت شركة سابك انخفاض في القيمة بمبلغ 350 مليون ريال سعودي في شركتها التابعة "حديد" المملوكة بالكامل، و 274 مليون ريال سعودي (136 مليون ريال سعودي، حصة سابك) في شركة "ابن سينا" التابعة لها بنسبة 50% خلال ربع العام. فلو تناغمت أرقامنا مع انخفاض القيمة، فإنها ستتماشى بشكل عام مع الأرباح التشغيلية المعلنة. وقد أعلنت سابك على أساس سنوي عن إيرادات العام 2017 بالكامل بمبلغ 150.4 مليار ريال سعودي (بما يتماشى مع تقدير اتنا بمبلغ 151.9 مليار ريال سعودي) وأرباح بلغت 18.4 مليار ريال سعودي (أقل من تقدير اتنا بنسبة 7.5%). وقد ارتفعت تكلفة السلع بشكل كبير في الربع الرابع بسبب ارتفاع الأسعار (النفط الخام: ارتفاع بنسبة 20% عن الربع المماثل من العام الماضي، ارتفاع أسعار الغاز الطبيعي بنسبة 30-40% في الربع الرابع). وتهدف سابك إلى خفض تكاليفها بنسبة 5-7% بإعادة هيكلة أعمالها في عام 2018. إضافة إلى ذلك، سيتم تشغيل محطتي سابك (محطة بولي أسيتال ومشروع ميثاكريلات)، واللتين من المرجح أن يستهل تشغيلهما تجارياً في الربع الأول من عام 2018، ومؤخراً شراء حصة 24.99% في كلاريانت، الأمر الذي ينبغي أن يعزز أرباح الربع الأول. وبناء على ذلك، قمنا بتعديل السعر المستهدف للسهم إلى 105 ريال سعودي بناء على مزيج متساو من التدفقات النقدية المخصومة والتقييم النسبي (7.4 مرة/العائدات قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء، خصم 20% قياساً بالنظر في مجال الكيماويات ويبقى تقييمنا محايداً في سابك.

### شكل 1: ملخص نتائج الربع الرابع 2017 لشركة سابك

(SAR bn)	Q4 2016	Q3 2017	Q4 2017	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	37.5	38.9	40.6	8.2%	4.2%	40.2	Top-line increased in-line with our estimate (consensus estimate: SAR40.4bn).
Gross profit	11.1	14.0	12.6	13.7%	-10.1%	12.8	As expected, gross profit declined sequentially, primarily due to increased feedstock costs in Q4.
Gross margin	29.6%	36.0%	31.1%			31.8%	
Operating profit	6.2	8.7	6.7	8.0%	-23.6%	7.4	Non-recurring impairment charges (SAR350mn at Hadeed and SAR274mn at Ibn Sina) primarily led to miss at the operating level.
Operating margin	16.4%	22.4%	16.4%			18.3%	
Net profit	4.5	5.8	3.7	-18.6%	-36.6%	5.17	Missed our and consensus estimate (SAR5.4bn), most likely due to higher-than-expected increase in minority expenses
Net margin	12.0%	14.9%	9.0%			12.9%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

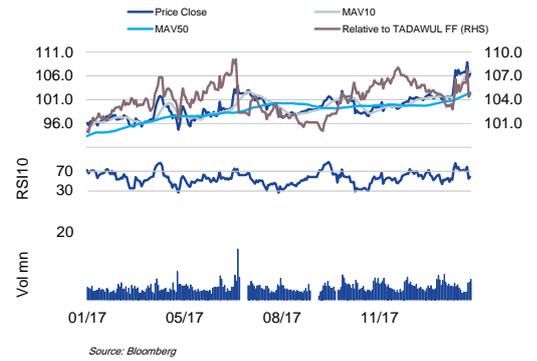
**الدوافع الرئيسية:** من المحتمل أن يؤدي تشغيل اثنين من المشاريع الصغيرة الجديدة بالإضافة إلى التحسن المرجح في الكفاءات التشغيلية بعد فترات الإغلاق والزيادة المتوقعة في أسعار المنتجات نتيجة ارتفاع الطلب إلى تحقيق أرباح على المدى القريب للشركة. بالإضافة إلى ذلك، ستظل المشاريع الكبيرة على نطاق واسع (مثل مشروع النفط والكيماويات 20 مليار دولار أمريكي، مجمع البتروكيماويات الجديد في تكساس، ومحطات البولي كربونات في الصين) ذات أهمية كبيرة لتحديد اتجاه سعر سهم سابك على المدى المتوسط والطويل. وتهدف الشركة إلى إنفاق ما بين 3 إلى 10 مليار دولار أمريكي على عمليات الاستحواذ، وخاصة في القطاعات المتخصصة والمغذيات الزراعية. وكجزء من استراتيجيتها الاستثمارية طويلة الأجل، استحوذت الشركة مؤخراً على حصة 24.99% في كلاريانت، والتي ستعمل على تنويع مصادر إيراداتها. ونعتقد أن الفائض النقدي المثمر للشركة (18% من رأس المال السوقي) وموقف الرافعة المالية القوي (نسبة الدين إلى إجمالي الأصول: 16% أي أقل من متوسط أقرانها) والذي ينبغي أن يوفر مستوى كافي لتمويل خططها الاستثمارية الطموحة في المستقبل.

السعر المستهدف 105.00  
السعر الحالي 106.55  
بتاريخ 29/1/2018  
1.4%- أعلى من الحالي

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



الأرباح

(SARbn)	2017	2018e	2019e
Rev	150.4	151.3	149.7
Rev growth	5.2%	0.6%	-1.0%
Gross Profit	50.3	49.3	53.7
Gross margin	33.4%	32.6%	35.9%
EBITDA*	44.0	43.4	47.7
EBITDA margin	29.2%	28.7%	31.9%
Net Profit	18.4	19.4	22.7
Net margin	12.2%	12.8%	15.2%
EPS	6.1	6.5	7.6
DPS	4.2	5.0	6.1
Payout ratio	68%	77%	81%
EV/EBITDA	8.2x	8.3x	7.6x
P/E	17.2x	16.3x	14.0x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



**توزيعات الأرباح:** أعلنت سابك عن زيادة بنسبة 10% في توزيعات الأرباح على السهم لتصل إلى 2.2 ريال سعودي للسهم في النصف الثاني من عام 2017، ليصل إجمالي عائدات السهم إلى 4.2 ريال سعودي للسهم، وهو ما يعني نسبة توزيعات تبلغ 68.5% من الأرباح. ونتوقع أن تقوم سابك بزيادة التوزيعات على السهم لما يزيد عن 5.0 ريال سعودي للسهم في عام 2018، مما يعني توزيعات أرباح بنسبة 4.7%.

**التقييم:** بعد مراجعة تقديراتنا وتحديث المستهدف من الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (خصم بنسبة 20% بالنظر إلى الأقران في نفس المجال)، قمنا بتعديل السعر المستهدف إلى 105 ريال سعودي للسهم بناء على مزيج متساو من التدفقات النقدية المخصومة والتقييم النسبي. ولكن موقفنا لا يزال محايداً في سابك، بالنظر للارتفاع المحدود. يتم تداول السهم حالياً بمعدل الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء عند 8.3 مرة، مع افتراض خصم قياساً بالشركات العالمية المماثلة كما هو موضح في الشكل 2. وعلاوة على ذلك، فقد ارتفع السهم بالفعل بنسبة 7.4% في الأشهر الثلاثة الماضية، وبالتالي فإننا نعتقد أن المحفزات الأكثر إيجابية على المدى القريب قد تم وضعها في الحسبان عند التسعير بالمستوى الحالي.

الشكل 2: اتجاه مكررات EV/EBITDA لسنة مستقبلية واحدة.



المصدر: بلومبرج، والراجحي المالية

**المخاطر:** ترتبط المحفزات الصاعدة الرئيسية بالطرح التجاري الأسرع من المتوقع لمشاريع التوسع المستقبلية المذكورة أعلاه وزيادة توسع نطاق المنتجات. ومن المرجح أن يتم إدراج سابك في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة، مما يؤدي إلى جذب اهتمام عالمي بالسهم مادامت المملكة العربية السعودية مستمرة بالولوج إلى قائمة الأسواق الناشئة، والتي يمكن أن تقصي جزء من الخضم مقارنة بالنظر إلى العالميين بشرط تحسين عمليات الإفصاح. وتشمل مخاطر الانخفاض ضعف النفط، وبالتالي انخفاض كبير في أسعار منتجات البتروكيماويات، وعمليات غلق غير مخطط لها للمحطات وأي تعديل آخر غير متوقع في أسعار المواد الأولية المدعومة.



## الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

### إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضملة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض، كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو المشتقات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر ببدء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

### شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و 10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدره لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

### للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 2119449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37